

УДК 332.72



## МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ВРАХУВАННЯ ЗНИЖКИ (НАДБАВКИ) ПІД ЧАС ОЦІНКИ ПАКЕТА КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ ГОСПОДАРСЬКИХ ТОВАРИСТВ

Олег УСТИМЕНКО

*У процесі реальної практичної роботи з оцінки пакета корпоративних прав того чи іншого підприємства оцінювач стикається з необхідністю врахування і відповідно розрахунку знижки (надбавки) до розрахункової вартості пакета корпоративних прав, що оцінюється.*

*Загально визнаним є факт великого впливу контролю над господарським товариством (далі – контроль) на такі специфічні активи, як корпоративні права. Саме «пакет корпоративних прав» є загальним терміном, який застосовується до пакетів акцій і відкритих акціонерних товариств (ВАТ), і закритих акціонерних товариств (ЗАТ), і паїв у товариствах з обмеженою відповідальністю (ТОВ), і, нарешті, паю (статутного капіталу) приватного підприємства.*

*Проблеми, які виникають під час розрахунку знижки (надбавки), характерні для всіх вищезазначених об'єктів оцінки, за винятком паю (статутного капіталу) приватного підприємства. Для останнього випадку весь контроль над суб'єктом господарювання переходить від однієї фізичної особи до іншої. Виходячи з цього можна використати інформацію про угоди з придбання приватних підприємств як об'єкт дослідження впливу рівня (ступеня) контролю на вартість аналогічних об'єктів.*

Оцінка вартості та врахування знижки (надбавки) під час узгодження остаточного значення вартості пакета корпоративних прав, які надаються пакетом акцій ВАТ (ЗАТ) або у вигляді паю (частки) у ТОВ, мають багато схожих рис. Проте існує і принципова відмінність, яка полягає у тому, що засновники ТОВ можуть у випадках, зазначених у Законі України «Про господарські товариства», прийняти рішення про виключення одного учасника з товариства. Інакше кажучи, механізм функціонування такого суб'єкта ринкових відносин, як ТОВ, дає змогу змінити склад учасників (засновників) на основі неринкових (адміністративних) методів. У зв'язку з цим під час оцінки вартості паю (частки) у ТОВ зміна складу учасників (засновників) є основним чинником, який формує розмір знижки (надбавки) до вартості активу, що оцінюється.

Законодавчий механізм функціонування ВАТ (ЗАТ) виключає можливість виведення одного (або декількох) власників акцій зі складу акціонерів за рішенням зборів акціонерів. Таким чином, на формування розміру знижки (надбавки) до вартості пакета акцій ВАТ (ЗАТ) впливають:

© О. О. Устименко, 2005

Стаття надійшла  
до редакції 13.10.2005

принципи прийняття оперативних рішень правлінням ВАТ (ЗАТ);

юридичні механізми контролю зборів акціонерів за діями правління;

ринкова кон'юнктура.

Перші два джерела формування знижки (надбавки) базуються на установчих документах господарського товариства, які є статичними. Розрахунки розміру знижки (надбавки), які базуються на правовстановлюючих документах, здійснюються оцінювачами в процесі комплексної перевірки фінансово-економічної і юридичної документації господарського товариства (due diligence), після чого в розділі попереднього аналізу вартості і ризиків оцінювачі вказують ступінь впливу внутрішніх нормативів на прийняття господарських рішень, розподіл компетенції і ступені відповідальності учасників (акціонерів) залежно від обсягу корпоративних прав. У кінцевому підсумку оцінювачі вказують наявність і межі можливих знижок (надбавок) до пакета корпоративних прав, що оцінюється.

Такий розподіл чинників, які суттєво впливають на наявність знижки (надбавки) до вартості пакета, що оцінюється, а також на модель числового розрахунку цієї знижки (надбавки), здійснено автором на основі часового масштабу. Важко погодитися з тим, що правовстановлюючі документи господарського товариства є статичними, а в деяких випадках чинна законодавча база робить зміну в статутних документах товариства важкою для виконання і бюрократизованою процедурою. Інакше кажучи, покупець пакета корпоративних прав повинен певний час, а в деяких випадках і досить тривалий, дотримуватися тих правил, які були встановлені до придбан-

ня ним даного пакета.

Кон'юнктурне джерело формування знижки (надбавки) до пакета корпоративних прав, що оцінюється, навпаки, динамічне, істотно залежить від стану основних макроекономічних показників держави, рівня конкуренції на ринку тощо. Інакше кажучи, часовий параметр поділу компонент знижки (надбавки) до пакета, що оцінюється, є найбільш обґрунтованим і об'єктивним.

Метою цієї роботи є аналіз можливих підходів до створення моделі, яка описує вплив саме кон'юнктурної компоненти знижки (надбавки), обґрунтування основоположних, на думку автора, принципів, які мають братися до уваги оцінювачами під час числового розрахунку знижки (надбавки). Практичну цінність обговорення проблематики формування знижок (надбавок) до пакетів корпоративних прав важко переоцінити, оскільки йдеться про десятки відсотків вартості пакетів корпоративних прав. З урахуванням стійкої тенденції до зростання капіталізації ринку в абсолютному виразі елементи вартості пакетів, пов'язані безпосередньо із знижками (надбавками), набуватимуть багатомільйонних значень у масштабах економіки України.

Перед тим як запропонувати авторське визначення кон'юнктурної компоненти знижки (надбавки), проаналізуємо ставлення до цієї проблеми провідних фахівців у галузі оцінки, чинну нормативну базу в Україні, у якій порушуються питання врахування і розрахунку знижки (надбавки) до пакета корпоративних прав, що оцінюється.

Сьогодні в Україні є нормативний документ, у якому питання врахування знижки (надбавки) до вартості пакета акцій розроблено найбільш повно і конкретно. Це – Порядок визначення початкової вартості

пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що підлягають продажу на конкурсах, затверджений наказом Фонду державного майна України (ФДМУ) від 23 січня 2004 р. № 105.

Згідно з цим порядком урахування знижки (надбавки) до вартості пакета акцій, що оцінюється, здійснюється з використанням коефіцієнта особливостей пакета акцій. Особливістю багатьох нормативних документів ФДМУ є декларативність деяких числових параметрів (коефіцієнтів), які мають бути обов'язково використані в процесі практичної роботи або оцінювачами, або фахівцями ФДМУ.

Такий аксіоматичний підхід до формулювання конкретних числових значень параметрів, у тому числі і коефіцієнта особливостей пакета акцій, має як переваги, так і недоліки. Перевагою такого підходу є чітко викладена позиція держави – власника пакетів корпоративних прав – стосовно впливу розміру пакета, що продається, на його остаточну вартість. Недоліком такого підходу є відсутність чітко прописаного механізму розрахунку коефіцієнта особливостей пакета акцій, що робить пряме і безпосереднє його застосування до оцінки об'єктів на вторинному ринку дуже складним. Декларативність в оцінці державою своєї власності, в тому числі і в разі використання коефіцієнта особливостей пакета акцій, неприпустима під час оцінки вартості недержавної власності.

Для обґрунтування оцінювачем числових коригувань отриманих значень вартості капітальних активів на вторинному ринку, на думку автора, принципово неможливе використання деякого «сакрального знання». Результат роботи оцінювача – звіт – у процесі участі документа в економічно-

му обігу відокремлюється від фахівця, що його склав, і позбавляє останнього можливості надавати словесну інтерпретацію отриманих результатів. Таким чином, «сакральне знання», що часто використовується в оціночній роботі, за своєю гносеологічною суттю не може бути пов'язано з аналізом процесів у реальній економіці.

У роботі (1) питанню застосовності та обґрунтованості різних знижок і надбавок, або інтерпретації знижок і премій, присвячено цілий розділ. Контроль над господарським товариством не завжди пов'язаний з розміром пакета, що придбавається, а більшою мірою заснований на дисперсії інших пакетів. Інакше кажучи, міноритарний акціонер, який є діловим партнером товариства, акції якого придбаваються, буде мати реальний контроль над підприємством за умови, що всі інші пакети розпорошені серед великої кількості фізичних або юридичних осіб. При цьому він залишається власником невеликого пакета корпоративних прав.

Так, в (1) пропонують таку послідовність обчислення знижки (надбавки):

на першому етапі аналізуються ступінь і можливість реального контролю підприємства акції якого купуються, щодо як самого розміру прав, що придбаваються, так і щодо особливостей управління цим товариством, які склалися до продажу пакета, що оцінюється;

на другому етапі розглядається питання про застосовність знижки (надбавки) за ліквідність пакета, що оцінюється.

Ліквідність пакета – це можливість власника з найменшими транзакційними витратами реалізувати свій пакет за грошові кошти. Поправки до вартості за контроль (або відсут-

ність контролю) і ліквідність пов'язані між собою. Проте ліквідність більшою мірою пов'язана із загальною макроекономічною ситуацією, розвитком фондового ринку, наявністю великого числа операторів цього ринку. У деяких випадках наявність стовідсоткового контролю не є гарантією високої ліквідності пакета, що оцінюється. Це може бути пов'язано з тим, що потенційним покупцем такого пакета в майбутньому ймовірніше за все може бути виключно стратегічний інвестор, а не фондовий спекулянт. Потенційний стратегічний інвестор, з одного боку, найменше заінтересований платити за пакет, що придбавається, «живими» грошима, а найбільше готовий платити іншими (або своїми) корпоративними правами, що не відповідає поняттю ліквідності. З іншого боку, неконтрольний пакет привабливого підприємства може в майбутньому зацікавити фондового спекулянта, який, розраховуючи на можливе курсове зростання цінних паперів, буде готовий оплатити «живими» грошима запропонований пакет.

Основною тезою (1) є мультиплікативний характер розрахунку загальної знижки (надбавки), яка формується як поправки за контроль (неконтроль), так і за рахунок поправки на ліквідність (неліквідність) пакета, що оцінюється.

У роботі (2) основний акцент зроблено на врахування по-

правки за контроль. Передбачається, що ліквідність і контроль перебувають в оберненій лінійній залежності. Інакше кажучи, чим більший пакет акцій за розміром прав, що надаються, пропонується (оцінюється), тим менше на його вартість впливатиме проблема потенційної ліквідності цього пакета. Наведені дані щодо розмірів середніх премій за контрольні і великі міноритарні пакети акцій у США (див. таблицю). При цьому під контрольним пакетом розуміється пакет, який має понад 50 % усіх корпоративних прав, великий міноритарний пакет – від 10 до 50 %.

Премія за контроль у (3) зазначена на рівні 30 – 40 % ринкової вартості контрольного пакета, що оцінюється. Проте якщо розраховується інвестиційна вартість, немає підстав у фахівців розраховувати премію за контроль. Особливо зазначається той факт, що премії за контроль відрізняються для кожної галузі. Причиною цього є статистичний характер обробки цінової інформації щодо скуповування пакетів акцій для здійснення контролю. Інакше кажучи, джерелом формування надбавки (премії) за контроль є тактика стратегічного інвестора в інтенсивному скуповуванні міноритарних пакетів корпоративних прав. Дотримуючись цієї логіки, можна зробити висновки про те, що і невеликі (до 10 %) пакети корпоративних прав можуть мати істотну премію за контроль на етапі

**Розмір середніх премій за пакет акцій у США,  
% ринкової вартості**

| Вид пакета акцій     | 1998 р. | 1999 р. | 2000 р. | 2001 р. | 2002 р. | 2003 р. |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Контрольний          | 40,7    | 43,5    | 49,1    | 58,0    | 59,8    | 63,0    |
| Великий міноритарний | 39,5    | 33,0    | 53,8    | 35,2    | 39,2    | 21,1    |

консолідації контрольного пакета корпоративних прав стратегічним інвестором. На галузеву премію за контроль впливають:

інвестиційна привабливість галузей;

ступінь інтенсивності процесів консолідації основних операторів ринку в кожній галузі;

державна політика щодо стимулювання розвитку тих чи інших галузей економіки.

Щодо врахування чинника ліквідності пакетів корпоративних прав, що оцінюються, у роботі [3] робиться висновок про існування оберненої лінійної залежності «ліквідність – розмір пакета». Інакше кажучи, чим більший пакет оцінюється, тим менше його вартість буде коригуватися чинником ліквідності.

Таким чином, можна зробити висновок про те, що обґрунтованих і математично бездоганих методик розрахунків знижок (надбавок) за контроль і ліквідність на сьогодні не існує. Червоною ниткою проходить думка про те, що наявність знижок (надбавок) як за контроль, так і за ліквідність залежить від мети оцінки, а точніше від стратегії власника пакета, що оцінюється.

З огляду на вищезазначене можна зробити висновок, що *кон'юнктурний чинник знижки (надбавки) до вартості пакета акцій, що оцінюється, – це елемент вибраної стратегії розпорядження пакетом його власником.*

Отже, таке тлумачення дає змогу використовувати існуючі методи математичного аналізу для числового обґрунтування розміру знижки (надбавки) до вартості пакета акцій, що оцінюється, і визначити такі кроки в розрахунку погодженого значення вартості пакета корпоративних прав:

перший – визначення ринкової вартості пакета корпора-

тивних прав у рамках загальновідомих методичних підходів у припущенні про володіння 100 %-ковим пакетом акцій господарського товариства;

другий – юридичний аналіз основних правовстановлюючих документів господарського товариства з погляду обмежень у прийнятті оперативних і стратегічних рішень власників різних пакетів. На підставі отриманих результатів аналізу проводиться розрахунок знижки за неконтрольний

характер пакета, що оцінюється, з використанням прийнятого оцінювачем критерію ефективності;

третій – узгодження стратегії власника пакета, що оцінюється, і вибір механізму розрахунку знижки (надбавки) за рахунок кон'юнктурного чинника. Розрахунок даного елемента знижки (надбавки) на основі матричної теорії ігор. Застосування знижки (надбавки) до результату розрахунків, отриманому на другому кроці.

### ЛІТЕРАТУРА

1. *Еванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.
2. *Чиркова Е. В.* Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
3. *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.

### До уваги оцінювачів!

За погодженням з Департаментом оцінки майна та оціночної діяльності Фонду державного майна України (ФДМУ) редакція «Державного інформаційного бюлетеня про приватизацію» **припиняє публікацію Державного реєстру суб'єктів оціночної діяльності** (див.: Державний інформаційний бюлетень про приватизацію, 2005, № 1, с. 38 – 43; № 2, с. 22 – 25; № 3, с. 40 – 43; № 4, с. 42 – 51; № 6, с. 48 – 53; № 8, с. 55 – 59).

Відповідно до Порядку ведення Державного реєстру суб'єктів оціночної діяльності та подання довідок з нього, затвердженого наказом ФДМУ від 25.05.2004 № 995 і зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 10.06.2004 за № 715/9314, на конкурсних засадах обрано юридичну особу, яка здійснює технічне супроводження ведення зазначеного реєстру.

**Інформацію про юридичних та фізичних осіб, які одержали сертифікат суб'єкта оціночної діяльності і мають право здійснювати практичну діяльність з оцінки майна, розміщено на сайті ФДМУ: [www.spfu.gov.ua](http://www.spfu.gov.ua).**

(За службовою запискою Департаменту оцінки майна та оціночної діяльності від 04.11.2005 № 36-1-997)





Олександр ЄВТУХ, канд.екон.наук

## ЩОДО ПИТАННЯ ОЦІНКИ ЗЕМЕЛЬНИХ ДІЛЯНОК

**Методи оцінки вільних земельних ділянок можуть бути поділені на дві групи: нормативні й експертні. Нормативна грошова оцінка використовується для визначення розміру земельного податку, державного мита в разі міни, спадкування та дарування земельних ділянок, орендної плати за земельні ділянки державної та комунальної власності, втрат сільськогосподарського і лісогосподарського виробництва, а також під час розрахунку показників і розроблення механізмів економічного стимулювання за раціональне використання та охорону земель, тобто там, де важливі швидкість і однозначність методології оцінки (1). Під час оцінки ринкової вартості нормативна оцінка не дає достатньо точних результатів, оскільки базується на даних, що нормативно встановлюються. Експертна оцінка базується безпосередньо на даних, які отримані з ринку земельних ділянок, і методи її проведення спрямовані саме на визначення ринкової вартості. У даній статті запропоновано алгоритм вибору методу оцінки ринкової вартості вільних земельних ділянок.**

У світовій і вітчизняній науковій думці існує ряд методів експертної оцінки вільних земельних ділянок. Ці методи різняться між собою не лише за порядком розрахунків, але й за вихідними даними, а також за логікою побудови. У практиці оцінки завжди постає питання, який з методів оцінки слід вибрати, причому підхід до цього питання за принципом «будь-який» є неправильним, а за принципом «той, для застосування якого оцінювач має найбільше даних», – не завжди правильним. Проблема вибору методу оцінки ринкової вартості вільних земельних ділянок вимагає досліджень, оскільки вибір методу оцінки зумовлюватиме її результати.

Питання методів оцінки ринкової вартості вільних земельних ділянок висвітлено в багатьох вітчизняних і зарубіжних наукових працях, причому перелік методів, наведений у вітчизняних роботах, відрізняється від переліку, наведеного в роботах фахівців зарубіжних країн. Так, у багатьох вітчизняних роботах (2 – 4) і у вітчизняних нормативних документах з питань оцінки землі (5, 6) наведено методичні підходи до оцінки ринкової вартості земельних ділянок, а саме: капіталізація чистого операційного або рентного доходу – пряма і непряма, порівняння цін продажу подібних земельних ділянок і врахування витрат на земельні поліпшення.

Водночас у зарубіжній науковій думці виділяють такі методи оцінки ринкової вартості вільних земельних ділянок (7 – 9): порівняння продажів, капіталізації доходів, розвитку території, вилучення, співвіднесення, залишкової вартості земельної ділянки (ці методи у вітчизняній і російськомовній літературі мають різні назви). Якщо порівняти вітчизняний і зарубіжний підходи до цієї проблеми, то можемо побачити, що у вітчизняних роботах спектр методів вужчий, тому надалі розглядатимуться методи, запропоновані зарубіжними фахівцями з оцінки.

Результати проведеного аналізу показують, що питання вибору методу оцінки вільних земельних ділянок у наукових працях не досліджувалося, тому кожен оцінювач здійснював цей вибір на власний розсуд. Однак з цього приводу можуть бути різні думки (відповідно і різні результати оцінки), що ми бачимо в роботі [10].

У даній статті аналізуються методи оцінки ринкової вартості вільних земельних ділянок і подається алгоритм вибору методу оцінки ринкової вартості цих земельних ділянок. Слід зауважити, що під час досліджень не зосереджувалась увага на умовах ринку нерухомості конкретної країни. Через особливості ринку нерухомості України набір прийнятних методів звужиться.

Метод порівняння продажів полягає в аналізі відмінностей між земельною ділянкою, що оцінюється, та подібними земельними ділянками і внесенні корегувань у характеристики земельних ділянок: умови та дату продажу, місцерозташування земельної ділянки, фізичні характеристики, характер використання прилеглої території, існуючі вимоги до використання та забудови зе-

мельної ділянки тощо. Поправки визначаються на основі парного порівняння або статистичного аналізу ринкових даних. Вартість земельної ділянки  $V_p$  у разі застосування методу порівняння продажів розраховується за формулою [2, 11]

$$V_p = C_x + \sum_{x=1}^z \Delta C_{xz}$$

де  $C_x$  – фактична ціна продажу  $x$ -ї подібної земельної ділянки, грн.;  $z$  – кількість чинників порівняння;  $\Delta C_{xz}$  – поправка до ціни продажу  $x$ -ї подібної земельної ділянки за  $z$ -м чинником порівняння.

У разі застосування методу порівняння продажів використовують лише дані про угоди на ринку, тобто припущення оцінювача практично не впливають на розрахунки. Це має дуже важливий позитивний вплив на точність даного методу, оскільки будь-які припущення оцінювача вносять у розрахунки суб'єктивний елемент і можуть спотворити результати. Учені вважають [7], що результати методу порівняння продажів порівняно з іншими методами найбільш достовірні, тобто якщо можливо отримати точні дані щодо цін і умов продажу вільних ділянок, то цей метод має переваги над усіма іншими.

Однак застосування методу порівняння продажів не завжди можливе. Цей метод не може бути застосований під час оцінки ділянок на щільно забудованій території або якщо вільні земельні ділянки рідко продаються на ринку. У такому разі слід застосовувати інші методи. Для України використання у методі порівняння продажів цін безконкурентного викупу на первинному ринку неприйнятне, оскільки такі ціни не відповідають кри-

теріям визначення ринкової вартості [12].

Через труднощі підбору інформації для застосування методу порівняння продажів треба застосовувати альтернативні методи. Визначимо чинники, які зумовлюють вибір методу оцінки.

По-перше, це доступність інформації. Якщо на ринку немає даних, необхідних для застосування певного методу, то і використання цього методу неможливе. Наприклад, якщо дохід від ділянки землі точно визначити неможливо, то не може бути використаний метод капіталізації доходів.

По-друге, треба визначити, який варіант використання земельної ділянки є найбільш прийнятним, оскільки це і визначатиме попит на земельну ділянку (оскільки земля не створюється зусиллями людини, то і витрати не відіграють ніякої ролі у встановленні цін. Іншими словами, саме корисність і попит є основними чинниками, які визначають вартість землі).

У розрізі цих двох чинників розглядається прийнятність інших методів.

У рамках методу прямої капіталізації доходів вартість земельної ділянки визначається таким чином [4, 13, 14]:

$$V_p = \frac{ЧОД}{C_k}$$

де ЧОД – чистий операційний дохід;  $C_k$  – ставка капіталізації.

Основними способами визначення ставки капіталізації є ділення величини чистого операційного доходу за аналогічними ділянками на ціну їх продажу; збільшення безризикової ставки віддачі на капітал на величину премії за ризик, пов'язаний з інвестуванням капіталу в оцінювану земельну ділянку, де безризик-

ковою ставкою віддачі на капітал є ставка віддачі з найменш ризиковим інвестуванням капіталу. Ставка капіталізації для землі може бути також визначена як різниця між загальною ставкою капіталізації для поліпшеної земельної ділянки та нормою повернення капіталу з урахуванням питомої ваги вартості земельних поліпшень.

Якщо передбачаються неоднакові за розміром або непостійні протягом періоду прогнозування грошові потоки, тоді може бути використаний метод непрямої капіталізації. Вартість земельної ділянки визначається шляхом дисконтування окремих грошових потоків за формулою (4)

$$V_p = \sum_{x=1}^w \frac{ЧОД_x}{(1+C_d)^x} + Рев_{пот} ,$$

де ЧОД<sub>x</sub> – очікуваний чистий операційний дохід за x-й рік; Рев<sub>пот</sub> – поточна вартість реверсії; w – період (у роках), який враховується за непрямої капіталізації чистого операційного доходу; C<sub>d</sub> – ставка дисконтування.

Методи капіталізації доходів використовуються у випадку, якщо дохід від ділянки може бути достовірно визначений. Це можливо тоді, коли, по-перше, існує ринок оренди вакантних ділянок (одночасно він є і джерелом інформації щодо ставки капіталізації для землі) і, по-друге, коли вільна або незначно поліпшена земельна ділянка використовується як основний ресурс для ведення бізнесу (іншими словами, оцінюється бізнес, основою якого є земельна ділянка). Наприклад, ними можуть бути землі під сільськогосподарськими та лісними угіддями, землі із запасами корисних копалин. У першому випадку доцільно ви-

користувати метод прямої капіталізації, у другому – залежно від рівномірності і тривалості отримання доходів метод прямої або непрямої капіталізації.

У разі застосування методу розвитку території моделюється потік витрат, пов'язаних з освоєнням земельної ділянки, і доходів, які будуть отримані від освоєної ділянки. Різниця між цими доходами і витратами за кожен з періодів послідовно дисконтується на дату оцінки. Ставка дисконтування може бути отримана на основі аналізу віддачі альтернативних варіантів інвестування, які мають схожий рівень ризику. Сума чистих грошових потоків, наведених на дату оцінки, відображає вартість ділянки.

Результати аналізу показують, що метод розвитку території має важливе значення для забудовника під час оцінки інвестиційної вартості, однак в разі оцінки ринкової вартості його застосування обмежене. Для оцінки ринкової вартості метод прийнятний лише в тому випадку, коли найбільш імовірним варіантом використання вільної ділянки на ринку є її розвиток і отримання доходів від подальшого продажу (оренди) нерухомості. Крім того, метод потребує трудомістких розрахунків і високої передбачуваності ринкових змін, що дала б змогу достовірно прогнозувати всі необхідні дані. Застосування цього методу на нерозвинених ринках обмежено.

На ринках нерухомості великих міст земельні ділянки, як правило, забудовані. Проведені дослідження свідчать, що на цих ринках продаж вільних ділянок, які, крім того, подібні до оцінюваної, здійснюється рідко, тому доцільно використовувати метод вилучення або

метод співвіднесення.

Метод вилучення застосовується для оцінки ринкової вартості вільної земельної ділянки на підставі даних про ціни аналогічних забудованих ділянок. Важливою умовою застосування цього методу, є забудова ділянок-аналогів відповідно до варіанта найкращого і найбільш ефективного використання (в іншому випадку точність розрахунків буде знижуватися).

Вартість ділянки визначається таким чином (13, 14):

$$V_p = \frac{\sum_{x=1}^z (C_x - B_{пол_x})}{z} ,$$

де C<sub>x</sub> – ціна продажу x-го об'єкта нерухомості, де ділянка аналогічна оцінюваній; B<sub>пол\_x</sub> – вартість поліпшень на x-й ділянці; z – кількість досліджуваних об'єктів.

Вартість поліпшень розраховується з використанням витратного підходу.

Метод співвіднесення базується на припущенні про те, що співвідношення між вартістю земельної ділянки і вартістю поліпшень на ній у певних територіальних межах має типовий характер. Таке припущення може бути зроблене для щільно забудованих житлових територій. На першому етапі визначається типове співвідношення вартості ділянки і вартості об'єкта нерухомості, після чого це співвідношення використовують для визначення вартості оцінюваної земельної ділянки. Формула розрахунків має такий вигляд (13):

$$V_p = V_{p3ar} \cdot Ч_3 ,$$

де V<sub>p3ar</sub> – загальна вартість забудованої ділянки; Ч<sub>3</sub> – частка вартості землі у загальній вартості нерухомості.

Основною відмінністю мето-

ду співвіднесення від методу вилучення є порядок розрахунків. У методі співвіднесення використовується попередньо розраховане співвідношення вартості землі і вартості об'єкта нерухомості в цілому, тому цей метод більш прийнятний, якщо є статистичні дані щодо співвідношення вартості земельної ділянки і вартості поліпшень на ній. Якщо оцінювач не має цих даних, то більш доцільним є використання методу вилучення.

Метод залишкової вартості земельної ділянки може використовуватися у випадках, коли відсутні достовірні дані що-

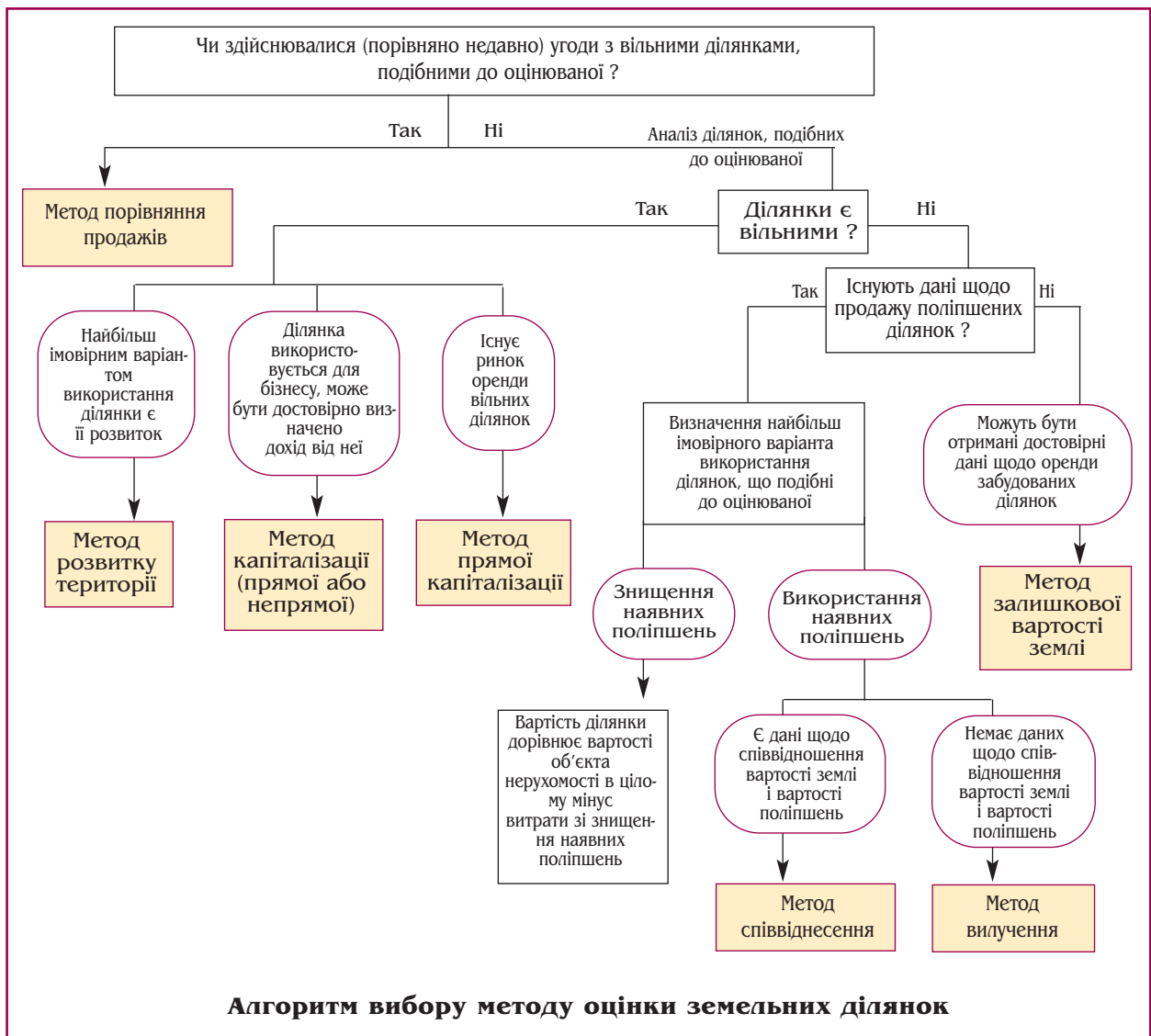
до продажу вільних земельних ділянок на ринку. Вартість об'єкта нерухомості становлять вартість земельної ділянки і вартість поліпшень на ній (будівель, споруд тощо). Теоретичну основу методу становить припущення, що чинники виробництва рівною мірою беруть участь як у створенні доходу, так і у створенні вартості. При цьому вважається, що дохід, який отримали від земельної ділянки, є надлишковим доходом, який створюється після вирахування доходів на капітал і працю. Вартість земельної ділянки в рамках даного методу вирахо-

вується таким чином (7):

$$V_p = \frac{ЧОД - V_{пол} C_{к.пол}}{C_{к.з}}$$

де ЧОД – чистий операційний дохід, який генерується усім об'єктом нерухомості;  $V_{пол}$  – вартість поліпшень;  $C_{к.пол}$  – ставка капіталізації для поліпшень;  $C_{к.з}$  – ставка капіталізації для земельної ділянки.

Метод залишкової вартості землі на відміну від методу вилучення і методу співвіднесення не потребує даних про ціни продажу поліпшених ділянок. У зв'язку з цим він може бути використаний тоді, коли немає





достовірних даних щодо купівлі-продажу забудованих ділянок, подібних до оцінюваної, але є дані про їх оренду. Метод залишкової вартості землі є найбільш складним для застосування, оскільки потребує даних щодо ставки капіталізації для вільних земельних ділянок і ставки капіталізації для поліпшень на цих ділянках.

Виходячи з вищенаведеного, можемо запропонувати алгоритм вибору методу оцінки вільних земельних ділянок, наведений на рисунку (див. с. 24).

Ринок землі в Україні набагато менш розвинений, ніж ринки землі в розвинутих країнах, що впливає на вибір методу оцінки землі. По-перше, в Україні практика розвитку території не настільки поширена,

щоб інвестиційні розрахунки забудовників визначали рівень ринкової вартості ділянок. З цієї причини та внаслідок складності достовірного прогнозування ринкових даних метод розвитку території для оцінки ринкової вартості ділянок в Україні на даний час неприйнятний. По-друге, як свідчать А. Драпиковський та І. Іванова, окремо від поліпшень в оренду здаються переважно земельні ділянки, які перебувають у державній або комунальній власності, а це означає, що орендна плата за них установлюється на основі нормативної грошової оцінки (15). Це практично виключає можливість застосування методів оцінки землі з використанням даних про орендну плату (метод капіталізації з використан-

ням орендної плати як валового операційного доходу і метод залишкової вартості земельних ділянок).

На сьогоднішній день для оцінки земельних ділянок несіельськогосподарського призначення найбільш прийнятними методами оцінки є метод порівняння продажів і метод вилучення. З розвитком ринку землі кількість методів, які використовуються під час оцінки вільних земельних ділянок, буде збільшуватися.

Отже, вибір методу оцінки вільних земельних ділянок визначається доступністю інформації і тим, який з варіантів використання ділянки є найбільш імовірним. Розроблений алгоритм вибору методу оцінки вільних земельних ділянок дає змогу враховувати обидва.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Про оцінку земель: Закон України від 11 грудня 2003 р. № 1378-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 15. – Ст. 229.
2. Асаул А. М., Брижань І. А., Чевганова В. Я. Економіка нерухомості: Підручник – К.: «Лібра», 2004. – 304 с.
3. Асаул А. М., Павлов В. І., Пилипенко І. І. та ін. Економіка нерухомості. – К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 350 с.
4. Оценка имущества и имущественных прав в Украине / Под ред. Н. П. Лебедь – К.: ООО «Информационно-издательская фирма «Принт-Экспресс», 2003. – 732 с.
5. Методика експертної грошової оцінки земельних ділянок: Постанова Кабінету Міністрів України від 11 жовтня 2002 р. № 1531 // Офіційний вісник України. – 2002. – № 42. – Ст. 144.
6. Порядок проведення експертної грошової оцінки земельних ділянок: Наказ Державного комітету України по земельних ресурсах від 9 січня 2003 р. № 2 // Офіційний вісник України. – 2003. – № 22. – Ст. 1011.
7. Грибовский С. В., Иванова Е. Н., Львов Д. С. и др. Оценка стоимости недвижимости. – М.: ИНТЕР-РЕКЛАМА, 2003. – 704 с.
8. Международные стандарты оценки. 6-е изд. / Пер. с англ. под ред. Г. И. Микерина. – М.: РОО, 2003. – 214 с.
9. Харрисон Г. С. Оценка недвижимости / Пер. с англ. – М.: РИО Мособлупрполиграфиздат, 1994. – 231 с.
10. Маркус Я. Земля і люди // Вісник оцінки. – 2004. – № 2. – С. 12 – 13.
11. Дехтяренко Ю. Ф., Лихогруд М. Г., Манцевич Ю. М. та ін. Методичні основи грошової оцінки земель в Україні. – К.: Профі, 2002. – 256 с.
12. Туровська А., Кеда Р., Букацький С. Поговоримо про землю... // Вісник оцінки. – 2004. – № 2. – С. 9 – 11.
13. Оценка земельных ресурсов: Учебное пособие / Под общей ред. В. П. Антонова, П. Ф. Лойко. – М.: Институт оценки природных ресурсов, 1999. – 364 с.
14. Щербакова Н. А. Экономика недвижимости. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2002. – 320 с.
15. Драпиковский А., Иванова И. Почем(у) надо оценивать землю: некоторые вопросы методологии оценки земли // Вісник оцінки. – 2004. – № 2. – С. 2 – 8.



Венера  
АЙГІСТОВА

## АНАЛОГ ДО АНАЛОГА НЕ ПРИХОДИТЬСЯ...

**Д**еякі оцінювачі під час розрахунку вартості нерухомості з використанням дохідного підходу аналогами під час визначення орендної плати вибирають об'єкти оренди державної та комунальної власності. Автор статті береться довести неправомірність використання таких аналогів.

Дохідний підхід з погляду капіталізації доходу базується на тому, що оцінювач розраховує поточну вартість майбутніх вигод від володіння нерухомим майном. Дохід у період володіння і виручка від подальшого перепродажу нерухомості (реверсія) капіталізуються (конвертуються) у поточну загальну вартість. Базовою для цього підходу є формула *Вартість = Дохід / Ставка капіталізації*.

Як грошовий потік розроблено і використовується оцінювачами нерухомості поняття чистого операційного доходу (ЧОД), яке для оцінювачів має особливий зміст і рідко застосовується власниками нерухомості, бухгалтерами, податковими інспекторами тощо. ЧОД являє собою розраховану сталу величину очікуваного річного чистого доходу, отриманого від майна, що оцінюються, після вирахування усіх операційних витрат і резервів, проте до обслуговування боргу за іпотечним кредитом й урахування амортизаційних нарахувань.

ЧОД базується на припущенні, що майно буде здано в оренду на умовах ринкової орендної плати, а також на тому, що прогнозується для ЧОД після дати проведення оцінки року.

Розрахунок ЧОД розпочинається з розрахунку потенційного валового доходу (ПВД), що являє собою очікувану сумарну величину ринкової орендної плати та інших доходів ПВД після дати оцінки року. Формула для розрахунку ПВД, який формується за рахунок орендної плати, має такий вигляд:

$$\text{ПВД} = \text{АП} \cdot \text{S} \cdot 12, \quad (1)$$

де АП – орендна плата за 1 м<sup>2</sup> на місяць, грн.; S – площа приміщення, що орендується, м<sup>2</sup>; 12 місяців.

*Якщо ми хочемо в інших науках дійти до безсумнівної  
достовірності і безпомилкової істини, то потрібно закласти  
підвалини всякого знання у математиці.*

**Роджер Бекон**

Для отримання ефективного валового доходу (ЕВД) від ПВД віднімаються очікувані збитки через незавантаженість приміщень (наявність вакансій), зміни орендарів і несплату орендної плати (втрати під час збору орендної плати, тобто так звані допуски на вакансії і недозбір коштів ( $K_{загр}$ ), які становлять приблизно 5 – 10 % ПВД,

$$ЕВД = ПВД (1 - K_{загр}). \quad (2)$$

Від прогнозованого ЕВД віднімаються всі річні прогнозовані витрати: постійні витрати, операційні витрати і резерви ( $K_{оп. расх}$ ), які становлять приблизно 5 – 10 % ЕВД. Результатом є прогнозований

$$ЧОД = ЕВД (1 - K_{оп. расх}). \quad (3)$$

Другим кроком дохідного підходу є перетворення величини прогнозованого ЧОД на вартість нерухомості  $C$  на дату оцінки. Цей процес називається капіталізацією і, як правило, проводиться шляхом ділення ЧОД на ставку капіталізації  $K$ :

$$C = ЧОД / K. \quad (4)$$

Підставляючи у формулу (4) формули (1 – 3), отримуємо таку формулу для розрахунку вартості об'єкта оцінки:

$$C = АП \cdot S \cdot 12 (1 - K_{загр})(1 - K_{оп. расх}) / K. \quad (5)$$

Місячна орендна плата за об'єкт оцінки, розрахована дохідним підходом ( $АП_{дох}$ ), розраховується за формулою

$$АП_{дох} = АП \cdot S. \quad (6)$$

Тоді вираз для вартості буде мати такий вигляд:

$$C = АП_{дох} \cdot 12 (1 - K_{загр})(1 - K_{оп. расх}) / K. \quad (7)$$

Розглянемо формування орендної плати згідно з Методикою розрахунку і порядку використання плати за оренду державного майна (далі – Методика), затвердженою постановою Кабінету Міністрів України від 04.10.95 № 786.

У разі оренди нерухомого майна розмір річної орендної плати розраховується за формулою

$$A_{пл} = C \cdot K_{ар} \quad (8)$$

де  $A_{пл}$  – розмір річної орендної плати, грн.;  $C$  – вартість майна, що орендується, визначена експертним шляхом, грн.;  $K_{ар}$  – орендна ставка, визначена згідно з додатком 2 до Методики (від 1 до 20 %).

Розмір місячної орендної плати, яка розрахована за Методикою, на дату проведення оцінки майна

$$АП_{мет. ар} = A_{пл} / 12. \quad (9)$$

Підставивши у формулу (9) значення  $A_{пл}$  з формули (8), отримаємо

$$АП_{мет. ар} = C \cdot K_{ар} / 12. \quad (10)$$

У формулу (10) підставимо значення  $C$  з формули (7):

$$АП_{мет. ар} = АП_{дох} (1 - K_{загр}) (1 - K_{оп. расх}) \times K_{ар} / K = АП_{дох} \cdot K_{АП}, \quad (11)$$

де  $K_{АП} = (1 - K_{загр}) (1 - K_{оп. расх}) K_{ар} / K$ .

Дослідимо, які значення може приймати коефіцієнт  $K_{АП}$  при  $K_{загр}$  – від 5 до 10 %;  $K_{оп. расх}$  – від 5 до 10 %;  $K_{ар}$  – від 1 до 20 % (для прикладу розглянемо коефіцієнт орендної плати 10 і 8 %);  $K$  – від 0,22 до 0,24.

Підставимо значення коефіцієнтів у формулу (11) і результати розрахунків зведемо до таблиці.

**Розрахунок коефіцієнта  $K_{АП}$  при різних значеннях коефіцієнтів, що впливають**

| $K_{загр}$ | $K_{оп. расх}$ | $K_{ар}$ | $K$  | Значення коефіцієнта $K_{АП}$ |
|------------|----------------|----------|------|-------------------------------|
| 0,05       | 0,05           | 0,1      | 0,24 | 0,38                          |
| 0,05       | 0,05           | 0,08     | 0,24 | 0,30                          |
| 0,1        | 0,1            | 0,1      | 0,24 | 0,34                          |
| 0,1        | 0,1            | 0,08     | 0,24 | 0,27                          |
| 0,05       | 0,05           | 0,1      | 0,22 | 0,41                          |
| 0,05       | 0,05           | 0,08     | 0,22 | 0,33                          |
| 0,1        | 0,1            | 0,1      | 0,22 | 0,37                          |
| 0,1        | 0,1            | 0,08     | 0,22 | 0,29                          |
| 0,05       | 0,1            | 0,1      | 0,24 | 0,36                          |
| 0,05       | 0,1            | 0,08     | 0,24 | 0,29                          |
| 0,05       | 0,1            | 0,1      | 0,22 | 0,39                          |
| 0,05       | 0,1            | 0,08     | 0,22 | 0,31                          |

Результати аналізу отриманих значень  $K_{АП}$  показують, що орендна плата, розрахована за Методикою, для даних коефіцієнтів становить від 27 до 41 % орендної плати, отриманої дохідним підходом. Це свідчить, що в разі використання аналогами під час визначення орендної плати об'єктів державної та комунальної власності відбувається явно недостовірною оцінкою, що призводить до заниження вартості об'єкта оцінки.